

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: X199915040

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

资本市场对我国上市公司公司治理作用探讨

Discussion of the Impact of Capital Market on
Corporate Governance of Listed Companies

卢凤美

指导教师姓名: 沈艺峰 教授

专 业 名 称: 工商管理 (MBA)

论文提交日期: 2007 年 5 月

论文答辩时间: 2007 年 月

学位授予日期: 2007 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

200 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式表明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名： 日期： 年 月 日

导师签名： 日期： 年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘 要

公司治理问题对于完善一国的市场体系具有十分重要的意义。由于各国的政治、经济、文化及企业制度的发展轨迹不同，我们不可能找到一种普遍适用的公司治理模式。我国处于计划经济体制向市场经济体制转轨时期的公司治理改革与西方发达国家的公司治理改革，甚至与其它同样处于经济转轨时期国家的公司治理改革都存在着截然不同的特点。因此，要解决我国上市公司治理问题就必需从我国转轨经济这个最大的国情出发，同时结合我国资本市场的其他重要特点。

由于资本市场是上市公司治理最重要的外部环境之一，它对公司治理具有至关重要的作用，因此本文选择从资本市场对公司治理的作用对我国转轨经济时期的上市公司治理问题进行研究。根据资本市场上投资主体与筹资主体的关系，本文将资本市场的治理功能分解为股权市场治理和债权市场治理两部分，并从股权市场与债权市场两个方面深入研究了我国上市公司的治理问题。当然，同具有发达资本市场的市场经济国家相比，我国资本市场的公司治理机制还很不完善，还存在或多或少的问题。在借鉴国外相关经验的基础上，本文提出了一些富有建设性的意见，希望对完善我国资本市场对公司治理作用的研究工作有一定的理论价值。

关键词: 公司治理；资本市场；公司治理机制

Abstract

Corporate governance is very significant for perfecting the market system of a country. Because of the difference in polity, economy, culture and track of company system, we can find out a model for corporate governance which is suitable for any countries. The transit from planned economy to market economy complicates the corporate governance revolution of listed companies. Chinese revolution of corporate governance is very different from the western developed countries and other socialistic countries. So, if we want to successfully resolve the corporate governance problem of China's listed companies, we must base ourselves on the ongoing transformation of China's economy in combination with other important features characteristic of China's capital market.

Capital market is one of the most important environments of corporate governance. Based on the western corporate governance theory and the situation of Chinese capital market, this essay studies in a comparatively thorough way corporate governance of China's listed companies. In light of the different relationships between investors and fund-raisers, capital market can be divided into two parts: Equity market and Credit market. This essay studies the governance functions of China's capital market by governance of Equity market and governance of Credit market. Of course, compared with market economy countries which have mature capital markets, it is not perfect in that there still exist some problems in the capital market mechanism of corporate governance in China. But there are other hills whose stones are good for working jade. Drawing on foreign successful experience for reference, this essay puts forward some constructive suggestions which are hoped to be of theoretical value on the advancement of the research of the mechanism of corporate governance in the capital market of China.

Key Words: Corporate Governance; Capital Market; Mechanism of Corporate Governance

目 录	
引 言.....	vi
第一章 公司治理机制的理论分析.....	1
第一节 公司和公司治理.....	1
第二节 资本市场对公司治理的作用机制.....	2
第二章 资本市场与公司治理的国际比较.....	5
第一节 美国、日本、德国的公司治理模式比较.....	5
第二节 美国、日本、德国资本市场比较.....	10
第三节 不同资本市场下的三国公司治理效率对比.....	13
第三章 我国上市公司的公司治理及其存在问题.....	17
第一节 我国上市公司治理的结构特点.....	17
第二节 我国资本市场的公司治理机制的残缺问题.....	22
第四章 完善我国资本市场治理作用的建议.....	29
第一节 降低国有股比重，优化股权结构.....	29
第二节 硬化上市公司债务约束机制，改善债务融资结构.....	32
第三节 完善相关法律制度，保护中小投资者利益.....	36
第四节 完善对经理的股票期权激励制度.....	41
第五节 大力发展公司控制权市场，提高资源配置效率.....	43
结束语.....	45
参考文献.....	47
致 谢.....	49

Contents

Introduction.....	vi
Chapter One Theoretical Analysis of Corporate Governance...1	
Section 1 Companies and CorporateGovernance.....1	1
Section 2 The Effect Mechanism of the Capital Market on Corporate Governance	2
Chapter Two International Comparisons of Capital Market and Corporate Governance.....5	
Section 1 Comparisons of the Models of Corporate Governance of the United States, Japan and Germany	5
Section 2 Comparisons of the Capital Markets of the United States, Japan and Germany	10
Section 3 Comparison of the Efficacy of Corporate Governance of the Three Countries in Difference Capital Markets	13
Chapter Three The Corporate Governance of China's Listed Companies and Their Existing Problems.....17	
Section 1 The Structural Features of the Corporate Governance of China's Listed Companies	17
Section 2 The Problem of the Deficiency of Corporate Governance Mechanism of China's Capital Market	22
Chapter Four Suggestions for Perfecting the Governance Function of China's Capital Market	29

Section 1	Reduce the Proportion of State-owned Stocks and Optimize the Ownership Structure	29
Section 2	Harden the Debts Constraint Mechanism of Listed Companies and Improve Debt Financing Structure	32
Section 3	Perfect the Relevant Legal System and Protect the Interests of Medium and Small Investors.....	36
Section 4	Perfect the Incentive System of Manager's Stock Option Grants.....	41
Section 5	Develop the Control Market and Optimize Efficiency of Factors Distribution.....	43
Conclusion.....		45
Bibliography.....		47
Acknowledgements.....		49

引 言

公司治理是伴随企业的两权分离而产生的问题，而私人资本的社会化，使企业的所有权与经营权的分离成为历史必然。在企业发展到一定阶段时，所有者会由于个人能力的限制和片面性对日益细化的分工管理不能胜任，必须要借助有经营管理能力的人来担任企业的管理工作（这就是伯利·米恩斯两权分离产生的根源）。随着规模的扩大和专业化的运作，企业购买技术和设备所需要的大量资金，已不再是一两个投资者所能筹集到了，必须通过大规模的筹集和使用他人资金来满足。投资主体的多元化必然导致两权分离的程度加剧，因为成千上万的股东都是资本的所有者，他们不可能对企业进行直接的管理，只得将企业的经营权通过委托代理的关系交给少数的管理人员，自己保留企业的剩余索取权与监督权。

由于公司的经营者并不是最终所有者，经营者的行为往往为了追求个人利益最大化而偏离公司利益最大化目标，企业所有者就必须建立一套能够监督、约束和协调经营者行为，使经营者能够实现公司利益最大化目标的机制。公司治理这个课题就是在研究和协调公司所有者与经营者之间利益冲突的过程中产生的。

我国在 20 世纪 90 年代开始建立资本市场，由于体制、观念上的原因，国有资产成为上市公司的主力军。九十年代中后期，以国有企业为主的上市公司管理体制的缺陷逐渐暴露出来。加上我国资本市场发育还不成熟，市场约束乏力，最终导致了“控股股东与内部人控制并存”这个我国特有的治理现象。从 2001 年的郑州百文、猴王股份、四砂股份、石家庄国际大厦等一系列上市公司丑闻到 2004 年雄踞资本市场号称资本市场“武林盟主”的“德隆系”的轰然崩盘再到 2005 年格林柯尔的崩塌，令投资者心惊胆战。2004 年 2 月《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》的出台；2004 年 8 月，中国证监会又以暂停新股发行作为救市策略；2005 年伊始，先后推出降低证券印花税、允许保险公司直接入市等措施，希望能够让证券市场由熊转牛。然而，收效甚微。2005 年 4 月 30 日，开始股权分置改革，由于股改的顺利推进，推动了我国股市行情持续走高，彻底扭转了前几年投资者丧失信心、交投冷淡、股指持续下跌、市值连续下挫、筹集资金功能停滞不前等低迷状态。目前，上证综合指数从 2004 年 6 月的 998

点稳步上扬,在 2006 年底突破历史最高点 2245 点,2007 年 4 月下旬攀升至 3700 多点。但笔者认为股票市场非凡的表现并不能掩盖我国上市公司治理存在的问题。

据连城国际研究顾问集团公布的上市公司治理评级成果:截至 2006 年 6 月 30 日,沪深股市 1300 多家上市公司中治理评级为 AAA 及 AA 的公司为零,评级为 A 的公司占上市公司总体的 1.6%,评级为 BBB、BB 及 B 的比例为 52.6%,评级 B 以下的公司比例为 45.8%。这一研究成果表明,目前我国大部分上市公司在公司治理机制上尚需进一步建设和完善。

虽然股权分置改革使我国上市公司的股权结构有了一定的改善,法律环境也进一步得到完善,但上市公司伪造财务信息、侵害中小股东的利益,控股股东利用其强势地位以各种手段“掏空”上市公司的情况仍时有发生。这不仅损害了上市公司和广大股民的利益,对我国的经济环境也造成了极其恶劣的影响,我国资本市场对公司治理作用问题的探讨就是在这样的大背景下进行的,该课题对我国市场经济的发展有重要的意义。

厦门大学博士论文摘要库

第一章 公司治理机制的理论分析

公司治理是现代企业发展的产物，现代企业的规模、技术含量、市场竞争带来的机遇与风险、发展战略确立的重要意义、内部资源配置的效率这些问题都是传统业主式企业所不能比及或没有碰到过的。资本市场是影响企业投资者行为最重要的外部环境之一，也是公司最重要的外部治理机制。资本市场作为货币的一种转换器，将原本社会闲散的资金转换成具有投资目的并可带来剩余价值的资本，并运用市场机制使资金在全社会范围内达到优化配置。

第一节 公司 and 公司治理

现代公司，或现代企业是指以法人财产制度为核心，建立了科学规范的公司治理结构，从事大规模产销活动并依法设立的具有法人资格的经济组织。我国《公司法》中，公司只包括有限责任公司和股份有限公司两种基本形式。现代公司一般有以下三个特征：(1)公司是以营利为目的的经济组织；(2)公司是具有法人资格的经济组织；(3)公司是依照法律程序登记注册的经济组织。

现代公司在“所有权与经营权”两权分离的情况下，在所有者与经营者之间存在着委托——代理关系。作为现代公司制度的核心，建立起完善的公司治理(corporate governance)，一方面合理安排公司控制权和监督权，另一方面设计和实施有效激励，可以在公司内部形成有效的制衡机制。近年来，我国越来越多的经济决策者认识到，改进经济效率的一个关键要素是公司治理：建立有效的公司治理是现代市场经济体系有序、高效运行的微观基础。

公司治理具有两重属性——内部属性和外部属性，或者说两重层次——内部公司治理和外部公司治理。所谓公司治理的内部属性(或内部公司治理)是指公司内部如何在公司的权力机构股东会、公司的经营机构董事会和公司的监督机构监事会之间划分权利义务，努力敦促约束经营机构尽心尽力，降低代理成本，谋求公司财富最大化。内部公司治理最主要解决的是如何缓解内部各个层级的委托代理关系，从而将公司内部“聚焦”以提高公司价值、增加股东权益。而公司治理

的外部属性(或外部公司治理),则是指外部股东、银行、供应商等如何通过公司外部的市场(主要是产品市场、资本市场、劳动力市场)对公司(主要是公司经营机构)施加影响,不断修正公司行为,以实现公司财富最大化,这是外部监督范畴。内部公司治理和外部公司治理是相互联系,相互制约的。其中,内部公司治理是基础,公司要想生存发展,首先要搞好内部治理;外部公司治理是内部公司治理的有益补充,可以从外部市场对内部公司治理形成有效监督和制约;当然,内部公司治理和外部公司治理的划分是相对的,二者并没有绝对不可逾越的界限。本文主要是阐述资本市场对公司治理的作用,属于外部公司治理机制。

第二节 资本市场对公司治理的作用机制

在一个有效的资本市场上,资本市场对公司治理作用的发挥主要依赖于以下五大机制:

一、外部股东投票机制

所谓外部股东投票机制,是指由于外部股东有在股东大会上通过基于股权而享有的投票权就股份公司的重大经营政策和人事安排进行投票表决的权力,从公司外部影响公司决策管理层的经营管理活动的一种制度措施;如果公司效益长期不好,外部股东可以在股东大会上行使投票权,向管理层发出警告,并在必要时提议撤换高层管理人员,这就是所谓的外部股东的“用手投票”机制。外部股东通过“用手投票”对管理层构成一定的监督约束。尽管有时外部股东的相关提议,可能因为所持的投票权过少(因为受侵害并提议的股东往往是中小股东)而无法得以顺利通过,但外部股东的这种尝试至少传达了公司管理层经营管理不善的信息,使他们不得不考虑一下外部股东的提议。如果外部股东投票机制能成功发挥作用,比如使用类别投票制度,或者将外部中小股东的股权整体打包委托给其他非控股股东,外部股东的这种提议就有相当分量了。股东表决权按资分配,所有投票权一律平等,即每股一票。在股东大会上,持有投票权的外部股东通常可以有如下的选择:直接参加股东大会并行使投票权,委托别人代理行使投票权(给出不给出直接的委托意见)。也就是说,股东投票机制包括直接投票机制与代理投

票机制。

二、上市退市机制

资本市场的上市退市机制，包括前后相连互相制约的两个环节——上市机制和退市机制。所谓上市机制，就是指公司如何在证券交易所取得挂牌交易的资格，即资本市场上只允许符合上市标准的公司挂牌上市，取得在资本市场发行股票筹集资金的资格。所谓退市机制，就是指公司丧失上市的资格，即资本市场对那些不符合上市条件(或说已符合退市条件)的上市公司坚决、及时地进行清理，把它们驱逐出资本市场，以维护资本市场上市公司筹资的公平性。1998年4月22日，沪深证券交易所宣布将对财务状况和其他状况出现异常的上市公司股票交易进行特别处理(special treatment, “ST”)。其中异常主要指两种情况：一是上市公司经审计两个会计年度的净利润均为负值，二是上市公司最近一个会计年度经审计的每股净资产低于股票面值。在上市公司股票交易被实行特别处理期间，其股票交易应遵循下列规则：(1) 股票价格日涨跌幅限制为 5%；(2) 股票名称改为原股票名前加“ST”，例如“ST 钢管”；(3) 上市公司的中期报告必须经过审计。目前退市机制的操作程序可分为两种：一是直接摘牌；二是在市场内部划分出标准稍差的分市场，不符合既定标准的上市公司首先降至此类市场以示警告，警告期满，达到要求可以恢复市场交易，达不到要求即摘牌。

三、接管市场机制

接管市场机制实际上就是公司控制权市场的争夺机制，所以有的文献又称为公司控制权市场机制，而公司控制权市场(即接管市场)的存在会大大缓解所有权与控制权的分离产生的委托代理问题。实际上接管市场机制是资本市场赋予中小投资者“用脚投票”的一种形式。所谓接管市场机制，是指通过收集股权和投票代理权取得对企业的控制权以达到接管公司和更换不良管理层的目的。它的实质是通过资本市场，对上市公司的经营管理层的治理失误进行的一种公开的、强制性的市场修正。这种强制性的修正作用主要通过更换董事会和经理层成员来体现。

四、股票期权激励机制

所谓股票期权制度，是一种与股票增值受益呈联动关系的长期激励制度，其基本内容是：给予公司以首席执行官(CEO)为首的高级管理人员在未来某特定的时间按某一固定的价格购买本公司普通股的权利。它的实质是借助股票价格反映的股票市场对公司潜力的评价，对经理或经营者提供长期激励。

五、债务约束监督机制

债务约束监督机制是指企业在资本市场上通过债权融资，债权市场所具有的公司治理方面的功能与作用。在债权市场上，真正能对公司的公司治理形成有力监督的只能是大债权人。因为大债权人可以对公司治理实施专家式的监督，这样不仅可以减少股权人的监督工作，而且能使监督更富于效率。公司负债融资之后，债务支出的压力会减少公司无节制使用自由现金流的企图，从而会削减经理人员可以自由支配的现金流的数量，也相应减少了公司低效投资的可能性。从某种意义上说，债权市场监督作用的发挥主要依赖于大债权人(或机构债权人)尤其是债权银行的监督。在我国目前机构债权人监督意识还只刚刚起步之际，债权银行的监督则尤显必要。在本文中，所谓资本市场的债务约束监督机制，主要是指银行对相关债务公司的监督约束。银行对其客户公司的监督权威主要来自两个方面：一是债务契约所授予银行的监督权力；二是因为银行经常为客户公司提供各种形式的贷款，这种业务上的便利不仅使银行可以获得第一手资料信息，同时也使客户公司存在接受银行监督以提高自身声誉的激励。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库